

政府系ベンチャーキャピタルによるスタートアップ企業の リレーションシップ構築支援

Government Venture Capital Support for Startups' Relationship Building with Stakeholders

成蹊大学 浜松 翔平
東北大学 一小路 武安
東洋大学 中野 剛治
成蹊大学 藤田 真弥

要旨

近年、社会的な要請の高まりにより、政府系ベンチャーキャピタル(GVC)の活動が広範にみられるようになってきた。しかしながら、その多様な役割から、GVCの投資効果は民間のベンチャーキャピタルに比べて、必ずしも芳しいものではない。そのため、GVCがいかに成果を上げるかは喫緊の課題である。本研究では Eisenhardt (1989) に基づく複数事例研究のアプローチを採用し、定量的には明らかにならないGVCの効果的な投資の在り方について、スタートアップ企業の他のステークホルダーのリレーションシップ構築を対象として分析を行った。結果として、スタートアップ企業とGVC、投資家、顧客、ホスト企業(親会社)の視点から、財務面の支援、事業面の支援、スピナウトにおける支援という3つのカテゴリーにて、財務面における大規模・柔軟支援、信用力補完、事業面における営業支援、信用力補完、スピナウトにおける親会社との関係性のマネジメントから、それぞれ仮説を提示した。本研究はGVCの具体的な行動に着目して、その効果を検証している点でこれまでの研究に貢献している。

キーワード：スタートアップ企業、政府系ベンチャーキャピタル(GVC)、ステークホルダー理論、Eisenhardtアプローチ、関係性のマネジメント

Abstract

In recent years, due to growing social demands, the activities of government venture capital (GVC) have become widespread. However, due to its diverse roles, the investment performance of GVC is not necessarily as favorable as that of private

venture capital. Therefore, how GVC can achieve results is an urgent issue. This study adopts a multiple case study approach based on Eisenhardt (1989) to analyze the effective investment strategies of GVC, focusing on the relationship-building efforts with other stakeholders of startup companies, as these aspects are not clearly quantifiable. As a result, from the perspective of the relationships between startups and other parties, including GVC, investors, customers, and host companies (parent companies), we propose hypotheses in three categories: financial support, business support, and spin-off support. These hypotheses include large-scale and flexible financial support, credit enhancement, sales support, and management of relationships with parent companies in spin-offs. This study contributes to previous research by focusing on the specific actions of GVC and verifying their effects.

Key words : Startups, Government venture capital (GVC), Stakeholder theory, Eisenhardt's case study approach, Relationship management

1 導入

欧州において1990年代後半頃から、ベンチャーキャピタル (Venture Capital, VC)の活性化は欧州の政府としての優先的な政策となってきた (European Commission, 1998)。これはアメリカと比べて、欧州のVC市場があまり発展していないことに起因する (Martí & Balboa, 2006)。そのため、各国は政府系VC (Government Venture Capital, GVC)導入に取り組んだ。英国の Scottish Enterprise、フランスの

BPIFrance、イタリアの Piemontech などがある例にあたる (Guerini & Quas, 2016)。結果として、現在、欧州において VC の主要な資金調達元は政府である (Invest Europe, 2024)。その一部は、GVC として、公的機関が直接管理している (Bertoni & Tykvová, 2015)。GVC は民間ベンチャーキャピタル (Private Venture Capital, PVC) の投資の不足を補い、地域開発や雇用創出など、社会全体に正の外部性をもたらす投資を促すことを目的としている (Croce et al., 2019)。また、環境政策のような社会的要請に応じた投資に対しても大きな役割を担うことが多い (Rizzitello et al., 2025)。特に近年、社会的な要請の多様化に伴い、GVC への需要は高まり、活動は積極的になっている (OECD, 2025)。

しかし、様々な役割を担うがゆえに、GVC が投資先に与える効果や有効性は限定的であることが示されている (Alperovych et al., 2015; Bertoni & Tykvová, 2015; Grilli & Murtinu, 2014; Köppl et al., 2025)。このため、いかに GVC の投資のパフォーマンスを高めるかといった観点から、PVC とのシンジケーションのような組織形態 (Alperovych et al., 2020)、GVC の志向性のような戦略的志向性 (Bertoni & Tykvová, 2015)、文脈的条件 (Devarakonda & Liu, 2024) といった様々な変数が検討されている。

加えて、これまでの研究では、実証に関して偏りがある状態であるが故に、欠点が存在する。例えば、特に 2000 年代欧州の研究では、多くの GVC の研究では、欧州委員会における研究プロジェクトの調査に基づいて作成された VICO データセットに基づいた多くの論文が執筆されている (Bertoni & Tykvová, 2015; Bertoni et al., 2019; Colombo et al., 2014; Grilli & Murtinu, 2014; Luukkonen et al., 2013, etc.)。そのため、様々なデータに基づく検証がなされているとは言えない状態にある。また、近年、検討がなされるようになってきた中国における GVC の研究では政府との関係性が大きくクローズアップされているため (Devarakonda & Liu, 2024; Li et al., 2024; Zhang et al., 2024; Zhang & Gu, 2024, etc.)、焦点があてられている変数は限定的であると考えられる。

そのため、GVC に特有の変数は何か、特に、GVC の取り組みがスタートアップ企業に対して有効に機能するためにはどのようなマネジメントが行われる必要があるかについて、より精緻な研究が求められている。本研究では、この課題に対処するにあたり、

Eisenhardt (1989) に基づいて、GVC 投資のうち、成功した案件に焦点を当てた複数事例研究アプローチを採用する。GVC の効果的な投資のあり方についての、定量的な検証を行う前段階の理論構築および仮説の提示を行うことを目的とする。

本研究では精緻な検討を行うにあたって、日本の GVC にあたる株式会社 INCJ (以下、INCJ と表記する) の投資プロジェクトを対象とした。投資プロジェクトのデータは、日本ベンチャー学会と INCJ の共同プロジェクトとして、通常では公開されない内部資料に基づいているため、通常の VC の研究で用いられるデータベースよりも細密なデータを扱うことができる。そのため、事例研究を行うことで定量的なアプローチでは明らかにならない GVC の役割を示すことが可能である。

本研究では、INCJ の投資プロジェクトのうち、特に成功度が高い 7 社の事例を分析した。この分析では、スタートアップ企業が様々なステークホルダーとのリレーションシップをマネジメントするうえで、GVC が GVC ならではの貢献をすることを、スタートアップ企業と GVC、スタートアップ企業とその顧客、スタートアップ企業と VC を中心とした投資家、スタートアップ企業とそのホスト企業という 4 つの視点から明らかにしている。このように本研究は、VC によるスタートアップ企業の支援について定性的に明らかにすることで、GVC 研究に貢献するだけでなく、将来における有効な GVC 構築のための実務的示唆を有している。

2 理論的背景

多くの企業にとって、ステークホルダーは株主に留まらず、多様である (Freeman, 1984)。特にスタートアップ企業にとってステークホルダーはより重要である (Shah & Guild, 2022)。そのため、スタートアップ企業の創業者や経営者にはソーシャルキャピタルが求められる (Bastié et al., 2013; Hsu, 2007; Shao & Sun, 2021; Vismara, 2016; Devarakonda et al., 2022)。しかしながら、スタートアップ企業では特に技術的知識もまた、同様に創業者やトップマネジメントにおいて必須なスキルとなる (Hmieleski & Ensley, 2007; Miloud et al., 2012; Zhou & Verburg, 2023)。たとえば、Baum & Silverman (2004) ではスタートアップ企業の経営陣に求められるスキルを連携資本、知的資本、人的資本と整理している。このよ

うに、求められるスキルは多いものの、全てのスタートアップ企業の経営陣が有するのは必ずしも容易ではない。そのため、スタートアップ企業にとって外部の組織からの支援を獲得することが重要となる (Stayton & Mangematin, 2019; Seitz et al., 2024; Carta et al., 2025)。

支援のための外部の組織として、最も重要だと考えられているのが VC である (Ter Wal et al., 2016; Zhang et al., 2025)。以前より、スタートアップ企業と VC が協力することでより、新規株式公開 (Initial Public Offering, IPO) 時の評価が高まることが知られていた (Megginson & Weiss, 1991; Stuart et al., 1999)。VC の支援により、スタートアップ企業はより高い成長性を得ることが可能になる (Bertoni et al., 2011)。

スタートアップ企業を成長させる VC とはどのような能力を持っているのか。コーポレートベンチャーキャピタル (Corporate Venture Capital, CVC) や独立系ベンチャーキャピタル (Independent Venture Capital, IVC) のどちらが優れているか (Chemmanur et al., 2014) やその支援の特徴 (Mazza & Shuwaikh, 2024; Pahnke et al., 2015; Piazza et al., 2023; Shuwaikh & Dubocage, 2022) から議論がなされている。また、VC 自体の能力としてもネットワーク (Hochberg et al., 2007)、経験 (Sørensen, 2007) といった視点から検討されている。

さらに、単に VC 側の特徴に留まらず、スタートアップ企業と VC がどのような関係性を築くかについては近年の検討課題である。VC にとってスカウト機能がどの程度重要であるかのアンチテーゼとして、コーチング機能の重要性が示唆されている (Baum & Silverman, 2004; Colombo & Grilli, 2010)。さらに VC とスタートアップ企業との間での交流量がパフォーマンスに正の影響を与えることが示されている (Sapienza et al., 1996)。特に交流量を増やす前提条件として、近接性が重要な変数となっている (Bernstein et al., 2016; Hu et al., 2024; Tian et al., 2020; Zhang et al., 2020)。

しかし、スタートアップ企業と VC との関係性のマネジメントについてはいくつかの研究 (Balachandran & Eklund, 2024; Hallen & Eisenhardt, 2012) における示唆はあるものの、協調投資や相互作用といった VC 間の連携や補完効果 (Alperovych et al., 2020; Roma et al., 2021; Sorenson & Stuart, 2001) を除けば、十分な検討がなされてい

るとは言えない状態である。加えて、そもそもスタートアップ企業が関係を構築すべきステークホルダーは VC に限らない。VC 自体が更なるネットワークへのブリッジとなる必要があると考えられる。しかし、スタートアップ企業と VC 以外の様々な外部組織との関係性が重要なことは明確 (Feldman, 2001) なのにもかかわらず、その影響は十分に示されていない (Lee et al., 2001)。

本研究では、スタートアップ企業を VC が支援する際に、どのようなネットワーク構築につながるかについて、具体的に明らかにすることを目的とする。

3 研究方法

企業がいかにステークホルダーとのリレーションシップを構築するかについて、他者との支援によりさらにリレーションシップを広げるという点に着目する研究は限られているため、複数事例を用いた分析による理論構築を行うこととした (Eisenhardt, 1989)。複数の事例を用いることで、単一事例よりも頑健かつ一般化可能な理論の構築が可能となる (Eisenhardt & Graebner, 2007)。本研究が「投資時点では想定されていなかったような高成長を遂げた企業に着目し、予測を上回る成果が生まれた要因を深掘りする」ことを目指す点は、Eisenhardt が提唱する、実務的に重要でありながら既存研究では十分に解明されていない「ブラックボックス」化されたプロセスや現象を明らかにするという研究目的に合致する (坪山, 2021)。

本研究では、スタートアップ企業を支援する GVC に焦点を当てる。スタートアップ企業にとって、VC との関係性は投資関係そのものが買収や株式公開などの出口戦略につながるだけでなく、情報収集能力の向上といったメリットがある。加えて、事例によっても関係性構築にもばらつきがあることから対象とするに適切である (Hallen & Eisenhardt, 2012)。さらに本研究では、GVC が他のステークホルダーとの関係性にどのような影響を与えるかについて明確にしている。CVC は、投資家自身の補完資産へのアクセスにおいて秀でている (Shuwaikh & Dubocage, 2022) が、GVC については社会認知的正統性の役割に関する示唆はある (Devarakonda & Liu, 2024) もものの、具体的な証拠についてまだ示されていない。そのため、本研究の事例は研究の対象として適切である。

サンプルを特定するにあたって、本研究では、INCJ がこれまで行ってきた投資プロジェクトをデータ分

析の対象とした。INCJは2018年9月、既存の官民ファンドである株式会社産業革新機構から新設分割する形で発足した。2009年、産業革新機構の設立当時は、日本経済が様々な環境変化と産業構造の転換に迫られており、政府はその課題解決のために、産業政策ビジョンを掲げるだけでなく、その実行促進のための組織を必要としている状態にあった(INCJ websiteより)。産業政策実行のための、CVCやIVCなどのPVCではできないリスクテイク機能を役割として有したINCJは、PVCとしてではなく、GVCとして分析対象とすることが適切な組織であると言える。

まず、本研究では、INCJが実施したスタートアップ企業への直接投資105件を対象としてデータを整理した。これらは同社が2009年以降に行った計144件の投資のうち、スタートアップ企業への直接投資として分類されるものである。さらに、理論的サンプリングの手法に従い、投資倍率(Multiple of Cost, MoC)が特に高く、投資成果として顕著な成績を収めた7社を結果的に対象とした。PVCに多く使われるIRRではなく、MoCを採用した理由は、INCJの重視事項だったことによる。これは長期的な支援を前提としたGVCの特性を反映していると考えられる。対象企業の概要をHallen & Eisenhardt (2012)の整理を基礎としてまとめたのが表1である。結果として、得られたサンプルでは、成功を収めた事例ではあるものの、

ップ大学が3社であるが、私立トップ大学が3社、海外大学が1社ある。INCJの投資参入段階についてもシリーズA、B、Cの企業がそれぞれ存在している。

分析に用いたデータは、各投資案件に関してINCJが作成・保有する投資決定時の社内資料(初回および追加投資時を含む)、EXIT時の社内資料(IPO、M&A、譲渡などの実績報告)である。これらの資料には、事業計画や市場予測、収益見込み、実際の投資回収結果、EXIT手法や当時の判断基準などが詳細に記載されており、通常は外部に公開されない一次資料として、信頼性と網羅性の高い情報源である。

分析は、まず個々の事例について詳細なケースヒストリーを作成する「事例内分析(within-case analysis)」から開始し、各企業の事業開発の経緯、財務特性、GVCによる支援内容を深く理解した。次に、これらの詳細な事例記述に基づき、事例間の類似点や相違点を探る「事例横断分析(cross-case analysis)」を実施することで、GVCの多面的な機能が企業の成長軌道にどのように戦略的に関与したのかを、より一般化可能な形で説明することを目指している。

本研究では以上の作業を繰り返し実施しながら、事例の数を増やしていき、7社に至った段階で十分に理論的飽和に至ったと判断し、事例数を確定した。なお、Eisenhardt (1989)においても適切なケース数を4か

表1. 対象企業概要

企業名	本社	資金調達的主要人物	スタートアップ企業ないし関連事業経験	前社経験	学歴*	INCJ参入段階	支援決定金額
A社	東京	代表取締役社長	社内VB立ち上げ	子会社マネジメント	私立トップ大学	シリーズB	7.5億円
B社	東京	代表取締役社長	関連事業会社	前社財務責任者	海外大学	シリーズB	49億円
C社	東京	代表取締役社長	関連事業会社	前社執行役員	国立トップ大学	シリーズA	4億円
D社	東京	代表取締役会長	スタートアップ企業立ち上げ	前社代表取締役	国立トップ大学	シリーズA	13億円
E社	大阪	代表取締役社長	関連事業会社	E社事業準備室長	私立トップ大学	設立時から参画**	42億円
F社	東京都	代表取締役社長	学生時F社起業		国立トップ大学	シリーズC	3億円
G社	アメリカ	CEO	VC勤務経験		私立トップ大学	シリーズC	10百万USD

*私立トップ大学は早稲田大学・慶応大学、国立トップ大学は旧帝国大学を含めている

**資料にシリーズの記載がなく、一方で子会社として設立されている。

企業間ではばらつきが確保されている。まず、本社所在地は多くのスタートアップ企業が立地する東京が5社あるものの、大阪1社、海外(アメリカ)が1社ある。次に、主要人物もこれまでに関連事業経験がある企業を中心であるが、学生時起業が1社、VC勤務経験が1社ある。また、主要人物の学歴についても、国立ト

ら10としており、本研究の事例数はその範囲内に位置している。

事例を分析する中で、GVCがスタートアップ企業のステークホルダーとの関係性を支援するにあたって、大きく三つのカテゴリーが浮かび上がった。財務面の支援、事業面の支援、スピニアウトにおける支援

である。以下ではそれぞれのカテゴリーに従って、分析内容を示したうえで、Hallen & Eisenhardt (2012)に従って分析結果としての仮説を提示することとする。

4 分析結果

4.1 財務面の支援

財務面においては、GVC そのもののリレーションシップと、GVC を仲介としたほかの投資家とのリレーションシップという二つの観点から、GVC の貢献が明らかになった。

4.1.1 当事者間のリレーションシップ: 大規模・柔軟支援

スタートアップ企業と VC そのもののリレーションシップとして、GVC ならではの特徴はどこにあるのか。研究によれば、CVC と IVC の間にも違いがあり、CVC の方が大規模かつ長期の投資を行う傾向がある (Mazza & Shuwaikh, 2024)。本研究では、GVC は PVC と比べ、さらに大規模であったり、柔軟であったりする投資を行う傾向があることが示された。まず規模感においては、たとえば、G 社では、投資額そのものは通常の国内 VC や事業会社では投資リスクを背負えないと判断されており、GVC としての INCJ が大口投資家としてリスクテイクを行うとしている。同様に E 社においても初期投資が大きく、かつ事業が安定して回収可能になるまで、一定期間を有することが想定されていた。

仮説 1a GVC が PVC では対応できないリスクマネーを供給できれば、スタートアップ企業のパフォーマンスが高まりやすくなる。

次に投資の柔軟性においては、たとえば、C 社は、最終的な産業全体に与えるインパクトは大きいものの、浸透に時間がかかるアプローチを採用しており、中長期の取り組み姿勢が必要であるため、民間 VC とのスタンスが合わなかった。また、D 社では、上場にあたって海外機関投資家を呼び込むためにオフERING サイズを大きくしたいという意向があったが、VC 株主を始めとする既存株主は当初売り出しに消極的であったため、INCJ ではその要望に応えるために IPO 時に約 8 割の持ち分を売り出すというスキームを構築した。このように GVC がスタートアップ企業

に対して柔軟な姿勢を見せることでスタートアップ企業の経営を間接的にサポートすることが可能になりうる。このことは投資期間に対して柔軟な姿勢を見せる VC (Shin et al., 2025) や、失敗に対する寛容性を見せる VC (Tian & Wang, 2014) のパフォーマンスが高いことを示す研究と親和的な結果である。

仮説 1b GVC が PVC では対応できない柔軟な投資スキームを構築できれば、スタートアップ企業のパフォーマンスが高まりやすくなる。

4.1.2 他の投資家とのリレーションシップ: 信用力補完

GVC がスタートアップと VC を始めとする他の投資家のリレーションシップにどのような形で貢献するのか。本研究では、GVC は単体での投資のみならず、他の投資家とのリレーションシップに際してもキーとなる役割を果たせることが明らかになった。すなわち、他の VC との協調投資の際の主要な投資家として、他の投資家をつなぐことを可能にしているのである。たとえば、A 社には、大規模な投資を提示する VC もいたが、経営の自由度が強く制限される上に、既株主の権益が大きく棄損されるリスクを背負うことが難しかった。そのため、PVC が引き受けきれない大規模案件のアンカー投資家を INCJ が務めることで、そのうえに戦略投資家が参加するというスキームを構築した。本研究は GVC の PVC との協調投資のパフォーマンスを示した研究 (Alperovych et al., 2020) を支持するだけでなく、具体的な関係性のありかたまで提案している。また、A 社にとって INCJ の投資は単に協調投資になったのみならず、その後、新規の PVC が中心となった大型調達が可能になったことから、呼び水効果にもつながったと想定される。同様に、B 社においても INCJ が上限 9 億円、追加投資上限 40 億円のコミットメントを示すことで、計 7 社の民間 VC・事業会社を含め約 30 億円の出資を獲得することが可能になった。

仮説 2 GVC が協調投資を行う際にもアンカー投資家としてのポジションを構築できれば、スタートアップ企業のパフォーマンスが高まりやすくなる。

4.2 事業面の支援

スタートアップ企業が顧客とリレーションシップを築くうえで、GVC はどのような役割を果たすのか。

本研究からは、営業支援という直接的なマネジメントと、信用力補完という間接的な支援が明らかになった。

4.2.1 顧客とのリレーションシップ①：営業支援

GVC は GVC ならではの関係性を活かして、スタートアップ企業に顧客を紹介するという形でリレーションシップ構築の支援を行っていた。たとえば、G 社では、パートナーや顧客となる組織として、コンサル/PF 系、事業会社系、行政系という 3 つのカテゴリに分け、それぞれ具体的に企業を紹介している。また、事業会社についてはこれまでの投資先企業が含まれている。これは先行研究の指摘している VC としての経験が与える正の影響 (Sorensen, 2007) が、具体的にどのような形で成果につながるかを示している。A 社においても同様に経済産業省の他、官庁への導入支援が実施されている。B 社では、独力では切り込めなかった大手不動産事業者との関係構築や、大規模開発案件の受注のきっかけづくりに INCJ は貢献している。

仮説 3 GVC が行政組織の紹介が可能であれば、スタートアップ企業のパフォーマンスが高まりやすくなる。

4.2.2 顧客とのリレーションシップ②：信用力補完

GVC は政府系であるがゆえに、PVC とは異なる信用力補完を実現している。営利企業であっても公共性が高い社会的基盤となるような事業においては、公的な保証が付くことで顧客とのリレーションシップが構築しやすくなる。すなわち、公益性が高い事業(インフラ関連・社会的事業)における保証効果が大きい。このことは、GVC が社会的認知正当性を与えるという先行研究 (Devarakonda & Liu, 2024) と整合的である。たとえば、B 社は携帯電話の通信に関わる機器の建設事業を行っており、インフラストラクチャー関連事業を営んでいる。また、D 社は AI プラットフォームを顧客に提供しており、F 社はサイバーセキュリティ事業を営んでいる。特に F 社においては投資時点で INCJ 側に信用力付与の依頼を行っていた。加えて、海外発の G 社は組織ごとに管理されていた顧客データを組織横断的に統合するというデジタルなインフラストラクチャーを構築し、事業化していたが、日本市場での発展を見据えてその信用力付与効果を狙えるパートナーとして、INCJ を選んでいる。同様に、C 社においてもデータ・プラットフォームを基盤とし

たエコシステムを形成するにあたって、中立性の高い VC を望んでおり、中立性・公共性の高い INCJ は適任とされた。B 社においても、公的性格を持つ INCJ の存在が受注活動に貢献している。また、E 社は事業特性上、政府・自治体との連携が必須であったため、単に信用力を付与するだけでなく、橋渡し役としての役割も求められていた。

仮説 4 GVC がハードソフト問わず、インフラストラクチャー関連事業を営むスタートアップ企業を支援できれば、当該企業のパフォーマンスが高まりやすくなる。

4.3 スピナウトにおける支援(ホスト企業とのリレーションシップ)

スタートアップ企業は必ずしも組織的に独立しているわけではなく、既存の企業のスピナウトとして立ち上がるケースもある。この場合には通常のスタートアップ企業への支援とは異なる支援が求められることが明らかになった。特に通常の二者間では、VC はそのリレーションシップをつなぐ、ないし緊密にするために貢献するが、スピナウトの場合にはリレーションシップの特性に影響を与えるような役割が求められる。本研究では、ホスト企業(親会社)からの影響を薄めるための出資と、ホスト企業と他の VC との関係性の緊張を緩和するための出資という二つのパターンがあることが明らかになった。

前者のケースは C 社が該当する。C 社は元々大企業の戦略的子会社として設立された。そのため、ホスト企業からの出向者がマネジメントに従事し、人事異動も頻繁に発生している状態であった。そのリレーションシップもその関連会社が多く、限られていた。代表取締役を外部から招聘した代表取締役の元、第二の創業期ともいわれる変革期を迎え、エコシステム構築という大きな目標を掲げていたため、リレーションシップを再構築する必要があった。そのため、INCJ に求められていたのはホスト企業との関係性を希薄にすることにより、エコシステムプラットフォーマーとしての中立性を付与することであった。

イノベーション研究では、既存組織が元々組み込まれているネットワークと別のネットワークの中に独立した組織を組み込むことで非連続的な技術に対応可能であることが知られている (Christensen, 1997)。本研究では独立した組織を構築する際に GVC が果たす役割が示されている。

後者のケースは E 社が該当する。E 社は C 社と同様に大企業が出資する形で設立した。海外市場を見据えて主要な VC が 1 社存在したものの、INCJ が大規模な出資をすることで、関係当事者が多数になることによって不安定要因を排除するとともに、ホスト企業との適度な距離感を確保した。C 社と同様にホスト企業から影響力を薄めると同時に、多数の投資家を排除することで、安定した運営を行うことを可能にしたのである。

仮説 5 GVC がスピニアウトのスタートアップ企業に出資する際に、ホスト企業との関係性を薄める効果が見込まれる場合には、当該企業のパフォーマンスは高まりやすくなる。

それぞれのスタートアップ企業と特徴的な支援内容のあるなしについてまとめたのが表 2 である。

表2. 分析結果概要

	財務支援： 大規模・柔軟 支援	財務支援： 信用力補完	事業支援： 営業支援	事業支援： 信用力補完	スピニアウト 支援
A社		○	○		
B社		○	○	○	
C社	○			○	○
D社	○			○	
E社	○			○	○
F社				○	
G社	○		○	○	

5 議論

本研究では、Eisenhardt の複数事例研究法を用い、スタートアップ企業が他のステークホルダーとのリレーションシップ構築をする際に GVC が果たす役割に焦点を当てて、検討を行った。財務面の支援では、GVC 自身とのリレーションシップ、他の投資家とのリレーションシップに果たす役割が明らかになり、事業面の支援では、顧客とのリレーションシップに果たす役割が明らかになった。また、スピニアウトのスタートアップ企業に対しては、そのホスト企業(親会社)とのリレーションシップに果たす役割が明らかにな

った。

これらの支援は、GVC が実行することが効果的であったものと不得手なものがみられた。そこで以下の議論では、GVC のみならず、PVC や CVC など他の VC を対象とした先行研究と比較させながら、GVC 固有の役割がどのようなものだったかについて整理を行う。

加えて、本研究で示した支援がスタートアップ企業の異なる事業戦略において、どのように機能したかについても議論を行う。

5.1 GVC が効果的な支援

5.1.1 財務面の支援

財務面においてスタートアップ企業への信用力補完にあたって、公的機関役割の重要性を強調しているのが Islam et al. (2018) である。彼/彼女らは、アメリカのクリーンエネルギーのスタートアップ企業の資

金調達について調査し、ライフステージの初期の段階で権威ある研究助成金を獲得しているスタートアップ企業はその後の VC からの資金調達確率が高まることを示している。本研究においても GVC がアンカー投資家として、協調投資やその後のリスクマネーの呼び水として機能していることから、GVC は信用力補完のための公的機関としての役割も有していることが示された。

5.1.2 事業面の支援

事業面においてスタートアップ企業へ支援するにあたって、国家的な支援の影響を指摘しているのが Devarakonda & Liu (2024) である。彼/彼女らは、中

国のスタートアップ企業によるバイオ医薬品と医療機器のスタートアップ企業のデータを用いて分析をした結果、GVC が社会的認知正統性を提供することで、スタートアップ企業が外部の知識資源の保有者の信頼を獲得し、イノベーションの見通しを高めることを示している。本研究ではパフォーマンスを高めるにあたって、GVC が信用力補完をするだけでなく、特に官庁や大企業のような、GVC であるがゆえの特徴的な支援をすることが可能になっていることが示された。

5.1.3 スピアウトにおける支援

スピアウトへの投資について、CVC の観点から検討をしたのが、Bae & Lee (2021) である。彼/彼女らは、スピアウト企業と親会社の間での技術的重複度が高い場合に、親会社との対立を恐れて、CVC は投資を躊躇することを示している。すなわち、スピアウトのスタートアップ企業である場合に、他のステークホルダーとの関係性構築に難がある可能性を示唆されているのである。本研究では、GVC が出資・介入することで中立性・公平性が担保され、スタートアップ企業のリレーションシップマネジメントが促進されることが示された。このように通常はリレーションシップを促進する目的であるところが、ホスト企業との関係性を希薄化することを目的とすることで、全体としての目的を達することができるのである。

5.2 GVC が不得手な支援

本研究では、パフォーマンスが下がりちな GVC がスタートアップ企業を支援する際に、どのようなマネジメントが効果的かについて明らかにした。一方で、本研究では成功事例を対象として選んだにもかかわらず、GVC にとって不得意な支援がありうることを示された。本節ではその分析と解釈について提示する。

一つ目は海外支援である。INCJ の出資においても対象企業が INCJ を通じて海外展開を狙うケースが見られた。たとえば、A 社は、海外展開時の取引先に対する信用補完を出資に際して期待しているし、B 社では海外展開を目的として INCJ が海外企業の紹介も行っている。しかし、両者ともにその後、海外展開について明確な成果が得られているわけではない。VC のような投資家は空間的に限られた範囲で密に活動すると考えられている (Sorensen & Stuart, 2001; Madhavan & Iriyama, 2009) 。そのため、スタートアップの海外展開の支援を成功に導くためには、更な

る追加的な条件が必要となると考えられる。GVC は国や自治体に紐づいているため、ローカルな活動をメインとする想定されるが、PVC であっても海外展開支援は容易ではないため、果たして GVC だからうまくいかないのかについて明らかにするのが今後の検討課題と言える。

二つ目は中小企業へのアクセスである。C 社は自社のデータ・プラットフォームを基盤として、中小企業にも浸透するようなエコシステムの形成を当初から志向していた。しかし、結果として、中小メーカー向けの OEM ソフト販売は想定通りに進捗しなかった。そのため、INCJ 自体が役割として直接期待されていたわけではないものの、中堅・中小企業へのリーチは想定ほどの伸びを見せなかったと言える。GVC は政府に紐づいている組織であり、大規模な組織との関係性には力を発揮しやすいが、中小企業とのリレーションシップの支援については効果的になりづらい。人員を少ないなかでいかにこの支援を実現させるかについて明らかにするのが今後の検討課題である。

5.3 スタートアップ企業の戦略と GVC の対応

本研究では、スタートアップ企業とその他の組織とのリレーションシップに焦点を当てて、GVC のマネジメントについて検討してきた。そのため、スタートアップ企業の事業視点での GVC の役割については十分に示されていない。そのため、本節では、スタートアップ企業の事業展開に対する支援という視点から、今後の研究可能性について検討する。

本研究では事業成長や事業変化として、「コア事業成長型」(A、F、G 社)、「多角化・横展開型」(B 社、D 社)、「価値再構築型」(C 社、E 社)の3類型に整理可能なのではないかと想定している。

コア事業成長型では当初の事業計画の延長線上に拡張する成長パターンである。これらは事前にある程度事業開発計画や資金使途が決まっており、それを実現するための資金やパートナーシップが必要となった。事業計画を実現するための資金の内、民間のみでは資金が足りず、GVC が大型の投資を行いつつ、他の VC 等の投資家を集めることで、アンカー資金として機能した。また、事業を拡大させるうえで、INCJ が持つネットワークや信頼性を元に顧客基盤を拡張させることにもつながったことが成長を加速させた。

多角化・横展開型は当初の事業計画とは異なる多角化や展開を伴うものであった。当初計画したような事業展開とは異なり、新たな事業機会の発見により、計

画とは異なる形で事業を展開することが行われた。それに伴って資金計画も変わり、追加で資金が必要となった。このような流動的な事業計画の中でも、資金をコミットする忍耐的コミットが、GVCの重要な役割としてみられた。また、新しい事業展開をするうえで、当初の予定外の新領域でも、顧客やパートナー候補に対する信頼性が求められる。そこに対しても政府の資金が後ろ盾になっているという信用補完により、事業の正当性が確保された。そのため、予定外の事業拡張をリスク分散しながら実現できたのである。

価値再構築型は、当初の事業計画とは異なる点は多角化・横展開型と同じであるが、それが様々な要因により、ネガティブな状況に陥ってしまったパターンである。このような状況の中、危機期の耐久的資金によって企業存続が可能となった。また、最終的には支援がなされるという可能性のものと、民間の投資家も資本を維持させる効果もあった。くわえて、EXITシナリオの再設計と柔軟性が求められた。また企業価値を再設計し、危機下でも高倍率を確保することができた。

スタートアップ企業自身でさえ、その成長を予測することは難しいため、GVCがスタートアップ企業の成長をあらかじめ予測するのは現実的ではない。したがって、スタートアップ企業の実際の成長に合わせた支援計画を柔軟に構築していく必要がある。このような精緻化はこれまでの研究がメインのアプローチとして用いてきた定量的な分析では明らかになりづらく、本研究でも採用したような複数事例分析によって更なる検討を進めていくことが望まれる。

5.4 本研究の限界

本研究は、日本最大のGVCであったINCJの投資成功事例を分析し、GVCが果たす多面的な役割を明らかにした。ただし、本研究の貢献にもかかわらず、限界も存在する。まず、本研究で導出されたGVCの多面的な役割や知見は、高成果を上げた成功事例という特定のコンテキストに限定される。したがって、INCJの全投資案件や、あるいは成果が低かった事例、失敗事例から得られる知見を直接的に包含するものではないため、GVC投資全体への一般化には限界がある。より網羅的な理論構築のためには、多様なパフォーマンスを持つ事例を含めた比較分析が今後の課題となる。

また、本研究では、PVCやCVCなど他のVCとの役割の比較を意識した整理を試みたが、厳密な比較のためには他のVCのデータを収集・分析する必要がある。

また、本研究で明らかになったGVCの支援のあり方がINCJ特有のものか、他のGVCにも共通するものかについては検討が及んでおらず、今後の課題である。

また、データ収集方法に関しても限界がある。研究の厳密性を確保するためにEisenhardtメソッドが重視するトライアングレーションの観点での限界も存在する。具体的には、投資先企業の経営者や担当者、あるいはINCJ以外のPVCや事業提携先といった外部ステークホルダーからの視点や経験に関する情報が限定的である可能性は否定できない。これにより、GVCの役割や企業成長プロセスに関する理解が、主に投資家であるINCJ側の視点に偏る可能性が指摘される。今後の研究では、多様な情報提供者からの定性データも収集し、多角的な視点から現象を分析することで、より深い洞察と網羅的な理解を得ることが求められる。

【参考文献】

- Alperovych, Y., Groh, A., & Quas, A. (2020). Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs. *Research Policy*, 49(10), 104051.
- Alperovych, Y., Hübner, G., & Lobet, F. (2015). How does governmental versus private venture capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium. *Journal of Business Venturing*, 30, 508–525.
- Bae, J., & Lee, J. M. (2021). How technological overlap between spinouts and parent firms affects corporate venture capital investments in spinouts: The role of competitive tension. *Academy of Management Journal*, 64(2), 643–678.
- Balachandran, S., & Eklund, J. (2024). The impact of partner organizational structure on innovation. *Administrative Science Quarterly*, 69(1), 80–130.
- Bastié, F., Cieply, S., & Cussy, P. (2013). The entrepreneur's mode of entry: the effect of social and financial capital. *Small Business Economics*, 40, 865–877.
- Baum, J. A., & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411–436.
- Bernstein, S., Giroud, X., & Townsend, R. R. (2016). The impact of venture capital monitoring. *The Journal of Finance*, 71(4), 1591–1622.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2011). Venture capital

- financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy*, 40(7), 1028-1043.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Quas, A. (2019). The role of governmental venture capital in the venture capital ecosystem: An organizational ecology perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(3), 611-628.
- Bertoni, F., & Tykrová, T. (2015). Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies. *Research Policy*, 44(4), 925-935.
- Carta, N., Danzo, E., Tenca, F., & Di Biagi, M. (2025). Harnessing the power of ecosystem builder accelerators: strategic insights for startups. *Venture Capital*, 1-34.
- Chemmanur, T. J., Loutskina, E., & Tian, X. (2014). Corporate venture capital, value creation, and innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(8), 2434-2473.
- Christensen, C. M. (1997). *The innovator's dilemma: when new technologies cause great firms to fail*. Harvard Business School Press. (『イノベーションのジレンマ：技術革新が巨大企業を滅ぼすとき』伊豆原弓訳(2000), 翔泳社)
- Colombo, M. G., & Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing*, 25(6), 610-626.
- Colombo, M. G., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2014). The sensitivity of high-tech entrepreneurial ventures' employment to a sales contraction in a negative growth scenario: the moderating role of venture capital financing. *Managerial and Decision Economics*, 35(2), 73-87.
- Croce, A., Martí, J., & Reverte, C. (2019). The role of private versus governmental venture capital in fostering job creation during the crisis. *Small Business Economics*, 53, 879-900.
- Devarakonda, R., & Liu, A. (2024). A legitimacy-based view of the impact of government venture capital on startup innovation: Evidence from a transition economy. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 18(1), 55-90.
- Devarakonda, R., Reuer, J. J., & Tadikonda, H. (2022). Founder social capital and value appropriation in R&D alliance agreements. *Research Policy*, 51(4), 104474.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Eisenhardt, K. M., & Graebner, M. E. (2007). Theory building from cases: Opportunities and challenges. *Academy of Management Journal*, 50(1), 25-32.
- European Commission. (1998). *Fostering Entrepreneurship in Europe: Priorities for the Future*. European Commission, Brussels.
- Feldman, M. P. (2001). The entrepreneurial event revisited: firm formation in a regional context. *Industrial and Corporate Change*, 10(4), 861-891.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach (Pitman series in business and public policy)*. Boston: Pitman.
- Grilli, L., & Murtinu, S. (2014). Government, venture capital and the growth of European high-tech entrepreneurial firms. *Research Policy*, 43(9), 1523-1543.
- Guerini, M., & Quas, A. (2016). Governmental venture capital in Europe: Screening and certification. *Journal of Business Venturing*, 31(2), 175-195.
- Hallen, B. L., & Eisenhardt, K. M. (2012). Catalyzing strategies and efficient tie formation: How entrepreneurial firms obtain investment ties. *Academy of Management Journal*, 55(1), 35-70.
- Hmieleski, K. M., & Ensley, M. D. (2007). A contextual examination of new venture performance: Entrepreneur leadership behavior, top management team heterogeneity, and environmental dynamism. *Journal of Organizational Behavior: The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior*, 28(7), 865-889.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- Hsu, D. H. (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722-741.
- Hu, J., Huo, D., & Wu, D. (2024). Digital economy development and venture capital networks: Empirical evidence from China. *Technological Forecasting and Social Change*, 203, 123338.
- Invest Europe (2024). *Investing in Europe: Private Equity Activity 2023*. Available at: https://www.investeurope.eu/media/4zpjz1m/20240507_invest-europe_pe-activity-data-2023-report.pdf
- Islam, M., Fremeth, A., & Marcus, A. (2018). Signaling by early stage startups: US government research grants and venture capital funding. *Journal of Business Venturing*, 33(1), 35-51.
- Köppel, S., Köppel-Turyna, M., & Christopoulos, D. (2025). The performance of government-backed venture capital investments. *Research Policy*, 54(8), 105270.
- Lee, C., Lee, K., & Pennings, J. M. (2001). Internal capabilities, external networks, and performance: a study on technology-

- based ventures. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 615-640.
- Li, J. J., Fung, H. G., & An, S. (2024). Government venture capital funds: Balancing the impact of social and financial goals on startups. *China Economic Review*, 83, 102185.
- Luukkonen, T., Deschryvere, M., & Bertoni, F. (2013). The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation*, 33(4-5), 154-162.
- Madhavan, R., & Iriyama, A. (2009). Understanding global flows of venture capital: Human networks as the “carrier wave” of globalization. *Journal of International Business Studies*, 40, 1241-1259.
- Martí, J., & Balboa, M. (2006). Self-regulation in European venture capital and private equity markets. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6, 395-411.
- Mazza, P., & Shuwaikh, F. (2024). Industry-relatedness, geographic proximity and strategic decisions of corporate and independent venture capital-backed companies. *Journal of Small Business Management*, 62(2), 966-1003.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(3), 879-903.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174.
- OECD. (2025). Benchmarking government support for venture capital: A comparative analysis. *OECD SME and Entrepreneurship Papers*.
- Pahnke, E. C., Katila, R., & Eisenhardt, K. M. (2015). Who takes you to the dance? How partners’ institutional logics influence innovation in young firms. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 596-633.
- Piazza, M., Mazzola, E., Perrone, G., & Vanhaverbeke, W. (2023). How does disruptive innovation influence the funding decisions of different venture capital investors? An empirical analysis on the role of startups’ communication. *Long Range Planning*, 56(2), 102293.
- Rizzitello, E., Piazza, M., & Perrone, G. (2025). Unlocking green startup investments: How environmental policy pressures drive Venture Capital funding decisions. *Technological Forecasting and Social Change*, 217, 124158.
- Roma, P., Vasi, M., & Kolympiris, C. (2021). On the signaling effect of reward-based crowdfunding: (When) do later stage venture capitalists rely more on the crowd than their peers?. *Research Policy*, 50(6), 104267.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.
- Seitz, N., Lehmann, E. E., & Haslanger, P. (2024). Corporate accelerators: design and startup performance. *Small Business Economics*, 62(4), 1615-1640.
- Shuwaikh, F., & Dubocage, E. (2022). Access to the corporate investors’ complementary resources: A leverage for innovation in biotech venture capital-backed companies. *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 121374.
- Shah, M. U., & Guild, P. D. (2022). Stakeholder engagement strategy of technology firms: A review and applied view of stakeholder theory. *Technovation*, 114, 102460.
- Shao, Y., & Sun, L. (2021). Entrepreneurs’ social capital and venture capital financing. *Journal of Business Research*, 136, 499-512.
- Shin, M., Bae, J., & Ozmel, U. (2025). Effect of venture capital investment horizon on new product development: Evidence from the medical device sector. *Journal of Business Venturing*, 40(1), 106454.
- Sørensen, M. (2007). How smart is smart money? A two - sided matching model of venture capital. *The Journal of Finance*, 62(6), 2725-2762.
- Sorenson, O., & Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588.
- Stayton, J., & Mangematin, V. (2019). Seed accelerators and the speed of new venture creation. *The Journal of Technology Transfer*, 44(4), 1163-1187.
- Stuart, T. E., Hoang, H., & Hybels, R. C. (1999). Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(2), 315-349.
- Ter Wal, A. L., Alexy, O., Block, J., & Sandner, P. G. (2016). The best of both worlds: The benefits of open-specialized and closed-diverse syndication networks for new ventures’ success. *Administrative Science Quarterly*, 61(3), 393-432.
- Tian, X., Kou, G., & Zhang, W. (2020). Geographic distance, venture capital and technological performance: Evidence from Chinese enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 158, 120155.
- Tian, X., & Wang, T. Y. (2014). Tolerance for failure and corporate innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 211-255.
- 坪山雄樹(2021)「定性研究のテンプレート: Eisenhardt の複数事例

研究アプローチ』『組織科学』 54(4), 19-32.

- Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46, 579-590.
- Zhang, J., Fan, Y., & Liu, Y. (2024). The effects of government venture capital: New evidence from China based on a two-sided matching structural model. *Journal of Corporate Finance*, 84, 102521.
- Zhang, J., & Gu, Q. C. (2024). Unraveling the puzzling risk–return relationship: Distinctive roles of government involvement in venture capital investment. *Strategic Management Journal*, 45(11), 2307-2339.
- Zhang, Y., Scholes, L., Fu, K., Hughes, M., & Tang, F. (2025). Successful crowdfunding by lead investors: The role of social capital. *R&D Management*.
- Zhang, W., Tian, X., & Yu, A. (2020). Is high-speed rail a catalyst for the fourth industrial revolution in China? Story of enhanced technology spillovers from venture capital. *Technological Forecasting and Social Change*, 161, 120286.
- Zhou, Z., & Verburg, R. M. (2023). The impact of product features on market orientation in technology-based new ventures. *Journal of Business Research*, 168, 114230.